

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年12月31日

虛擬股東大會利弊與區塊鏈應用

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

隨著通訊科技和網路技術進步，傳統公司法意義上的股東大會，會議在一個物理性實體空間召開，如今透過通訊及網路新技術，即可以在網路虛擬空間召開。這個虛擬股東大會（Virtual Shareholder Meetings，簡稱VSM）發展趨勢，目前正方興未艾。究竟上市公司採用VSM有什麼利弊、對小投資者有什麼影響，實在值得留意和討論。

在美國，早在2000年，特拉華州（Delaware）修改其《普通公司法》，允許公司通過電子通訊技術在網上舉行會議，亦即容許上市公司線上舉行虛擬股東大會。隨後，其他一些州也相繼仿效。經過十多的發展，尤其最幾年，發展步伐轉快，並成為股東在公司治理中「發聲」的一個新平台。

傳統股東大會出席率低

作為上市公司，一些決策和商業行為需要股東投票表決。譬如董事會選舉、核數師的委任、或一些影響重大的商業決策和改革，都需要股東集體通過。可以說，股東大會是企業管理高層與股東唯一「面對面」溝通的場合。目前，大部分上市公司仍是在現實中舉行，如租用一個酒店的場地進行。

傳統股東周年大會，股東的出席率低，機構投資者亦並非經常出席，而有不少散戶甚至認為，選舉結果通常在會議前已成定局。所以並不踴躍參加。即使會議有若干的出席率，但出席者是否能夠代表廣大的投資者，亦值得商榷。

另外，上市公司舉行股東大會，往往集中在某一段時日舉行，出現「撞期」，加上若干股東是海外的持股者，未能出席。金融研究中發現，當股東用投票和其他方式參與公司決策時，會提高公司運營效率。如何提升股東的參與率，優化企業管治，是一個很值得討論的問題。

另一方面，當公司租用場地開股東大會時，有些不受公司歡迎的人士在會場內外或作出滋擾，例如一些環保激進份子進行抗議等，都有可能損及公司的形象。所以，提高公司舉行股東大會的參與度，同時又可以減輕公司的物理性和非物理性成本，並不簡單。

虛擬會議與混合會議

目前，美國和歐洲多國的上市公司，都有透過虛擬股東大會或「混合會議」(Hybrid meeting) 進行。所謂混合會議，是指除了有實體會議，再加入線上會議直播及投票。上文提到，美國特拉華州修改其《普通公司法》，容許公司舉行虛擬股東大會，基於很多上市公司都是在特拉華州註冊，除此之外還有過半數的州都通過類似法律，這便意味只要在美國的大部分公司，如果願意，股東大會就能夠以 VSM 的形式進行。

最近幾年，舉行虛擬股東大會的公司數目不斷增加。據著名投資者溝通和技術驅動解決方案供應商 Broadridge 的數據，2009 年，只有 4 家公司舉行虛擬股東大會，到 2017 年，有 212 家公司採用純虛擬 (virtual only) 模式舉行虛擬股東大會；24 家公司則以混合會議模式舉行，亦即除了實地會議外，還進行線上直播和投票。Broadridge 估計，2018 年料約 300 家公司舉行虛擬股東大會。短短約十年間，增長速度相當快，尤其是最近幾年。細看數據，標普 100 的公司有 9 家用了 VSM；標普 500 的公司有 33 家，可見這些規模龐大的上市公司，都捨實體股東大會而取虛擬股東大會。

虛擬股東會利中有弊

就像錢幣的兩面，虛擬股東大會有贊成的聲音，也有反對聲音。從衡量利弊的角度出發，對公司來說，舉行虛擬股東大會的好處包括——

第一，降低公司的成本。具物理性空間的實體股東大會，召開需要公司支付不菲的場地、人力、資料等費用，負擔不輕。相形之下，虛擬股東大會不需要物理性場所，公司毋須支付場地租金以及安排會議等費用，基於會議在網上舉行，公司可以節省大量的紙張選票、委託代理材料、會議訊息材料印刷和郵寄等費用，大大節約了會議成本。

在提高會議參與度方面，由於在網上舉行，海外的股東亦毋須舟車勞頓，花大筆交通費用來參與，此舉對零售投資者（retail investors）和機構投資者來說，有助增加他們參與會議的積極性。同時，在出席上，亦可增加出席安排的靈活性。

不過，亦有機構對虛擬股東大會的態度有所保留。譬如，美國的機構投資者委員會（Council of Institutional Investors 或 CII）便主張，VSM 不宜取代傳統人際面對面互動的實體股東大會，而應作為其補充（supplement），即公司應採取混合會議。

高管與股東間「互信」不足

除機構投資者委員會外，加州公務員退休基金（California Public Employees' Retirement System）都持保留態度，對虛擬股東大會並不予支持。原因是這類大會往往只有聲音，難見其公司管理高層其人，因而缺少了「面對面」互動的機會。很顯然，實體股東大會的優勢，在於管理層和股東間能面對面即時對話討論，股東間也可以隨意交流，這種機制有利商議和強化問責。有實証研究顯示，面對面的互動和交流，可以得到除了語音之外的額外訊息。事實上，虛擬股東會議中，大部分的交流都是公司領導層單方向的宣讀，以及回答股東在會議前透過電子郵件提出的問題。

由於缺乏面對面的互動和問答過程，股東只能被動地接收受訊息。即使管理層有人亮相，但對於問題往往需要提前提交，高管只機械化地宣讀出來，然後又以預先準備好的標準答案回應。這樣一來，不少股東會懷疑，提出的問題是否經過過濾，高管唸出問題時有沒有「更改字眼」甚至扭曲，隱性地向有利公司管理層的

決策和意見方向傾斜。

此外，股東大會在實體場所召開，即使自己出席時沒有提問，或直接同高管對話，但依然可以從會場的環境和股東間的反應，去取得該公司的有用訊息。然而，在網上的虛擬股東會，便缺乏這種有效的溝通和人際間互動機制。與此同時，公司管理層亦因為無法從面對面的即時溝通中，得到對方的即時反應，從而對問題進行協商和說服，以提升決策討論和定案的彈性。

面對面人際互動難取代

我們從美國總統大選中看到，總統候選人除了在電視上辯論；在網上社交平台上進行宣傳外，還馬不停蹄的到各州進行面對面的群眾大會，直接向選民宣揚自己的政綱，藉此吸納選票，這個環節往往決定總統候選人獲勝的機會。除了大型聚會進行演說之外，他們還會去小型的市政廳會議(Town hall meeting)，讓普通市民可以向他們提出質詢。可以說，人際間的面對面溝通和交流是無法代替的。

還有，虛擬股東會亦引起一些公司高管擔心。擔心什麼呢？在實體股東會上，大部分的投票，都是委託代理的投票，而投票的結果，往往可以在會議召開前夕，便基本知道結果。然而，虛擬的和混合的股東會議，因為股東可以在開會的同時提交和更改投票，從而增加投票結果的不確定性。另一方面，有研究指出，在投票結果接近百分之五十，公司高管不確定能否通過時，高管會通過游說股東來參與或進行「拉票」活動（一般小股民會比機構投資者更加支持公司管理層）。但在虛擬股東會上，能否有效在網上「拉票」和有效游說股東出席，顯然有一定的不確定性。

以上分析可見，虛擬股東會有利也有弊。從節約會議成本的角度看，雖然有所下降，但若果是以混合會議形式進行，會議既有實體場地，同時進行線上直播和投票，基於召開實體會議依然需要付場租、組織安排和招待股東用餐等費用，故此，能節約成本有限。不過，提供線上直播股東會的確有助提升股東的參與度。

區塊鏈技術大派用場

照目前發展情況看，隨著通訊和互聯網技術進步，預料虛擬和混合股東會發展之勢方興未艾。上文提到的紕漏和不足，包括公司高管對投票結果增加不確定性的擔憂、小股東提出的問題內容有否遭到過濾和刪選、自己的投票是否真正獲得計算等透明性問題，其實可以透過金融科技加以解決，利用區塊鏈技術來處理。

很明顯，區塊鏈的「分佈式帳本技術」(distributed ledger)，這個分佈式資料庫不僅可以去「中心化」，而且鏈塊上的訊息亦不可篡改、具高度透明性等，這些技術特點完全可以消除小股東對提問遭過濾、篩選、刪改的憂慮，為虛擬股東會議的網上互動注入「互信」，讓股東不用擔心自己的提問受到遺漏甚至篡改、自己的一票也清晰地得到計算確認，此舉不僅可以大大優化虛擬股東大會的品質，增加股東參與會議的積極性，而且利用區塊鏈亦可以把持有股票的股東名字，記錄上鏈塊上，每一名股東，都清晰地在區塊鏈條上得到確認，有效提高每年定期舉行股東會的投票效率。

今年五月，西班牙的 Santander 銀行已經和 Broadridge 合作，在股東大會上進行裏區塊鏈投票。隨著金融科技發展步伐一日千里，虛擬股東大會也愈來愈受到上市公司的歡迎和採用。因此，如何進一步強化降低會議成本的優勢，與此同時減少會議上股東與公司高管之間的「不信任」問題，區塊鏈技術無疑大有用武之地。

(本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿)